

科创投资八问

耐心资本如何耐心有为?

全国政协委员、民革中央经济委员会副主任何杰:

壮大耐心资本需要多管齐下

□本报记者 杨皖玉

对赌回购、税收减负、并购退出、保险入市、银行理财入市……过去一年,在民革中央经济委员会副主任何杰的办公桌上,有关创投行业的文件更多了。

在2024年全国两会时,作为全国政协委员的何杰提交了一份关于“吸引更多资金进入创投市场,更好培育新质生产力”的提案。对于创投行业发展面临的问题,他提出的第一个观点便是“长线资金参与度不足”。

时隔近一年,当记者再度问起“创投行业缺长钱吗?”他的回答是:“仍然缺,增加长钱需要适应新的形势。”

“企业在‘死亡之谷’、‘达尔文之海’、兼并收购等各个阶段,都离不开创业投资。”在何杰看来,能够陪伴企业十几年甚至几十年发展的创业投资,一定要是耐心资本。

在新形势下,何杰认为,特别国债、企业年金、养老金等长钱仍待进入创投市场。此外,备受行业关注的对赌回购、税负问题,在体制机制等方面亟须完善。耐心资本实现耐心有为,仍有较大发展空间。



何杰,全国政协委员、民革中央经济委员会副主任、中华海外联谊会经济科技委员会副主任。自1993年起,先后负责深圳证券交易所研究部、会员管理部、政策法规部、创业企业培训中心及综合研究所等部门的工作,为中小板、创业板的设立做了大量建言献策工作。2016年转岗后,赴地方政府及金融管理部门任职,积极推动深圳市金融科技和可持续金融生态体系的建设。《深圳市金融业高质量发展“十四五”规划》的出台,并致力于“一区四中心”的建设。2024年,作为牵头人承担了国务院参事室关于优化创业投资发展环境方面的课题,对创业投资和科技金融高质量发展面临的有关问题进行了深入研究。

对赌回购不应伤害公司正常经营

中国证券报:2024年,创投行业对赌回购潮的问题备受关注,您认为应该如何规范和引导对赌回购,以建立起适应新质生产力发展的生产关系,让长期资金真正发挥耐心资本的作用?

何杰:规范和引导行业对赌回购行为有多条路径。首先,可以通过行业自律来完善“对赌条款”和“赎回条款”,使其回归本质。有关行业协会可制定并公示规范化的对赌回购条款。同时,可由多个头部基金签署“自律承诺函”,做耐心资本的践行者。其核心原则是“对赌回购不应伤害公司正常经营”,确保投资者利益和企业发展之间的平衡。

其次,建议最高人民法院出台针对“对赌条款”“回购条款”的司法解释,厘清条款合法性。例如,“公司回购基金股权”是否可以简化减资程序,尽量促成由公司回

购,而非由公司实际控制人回购;对于严重损害公司利益的回购条款或规避IPO监管的条款,可认定“公司及其实际控制人回购条款”无效。此外,建议法院谨慎处理基金回购案件的庭审公示,避免市场出现不必要的连锁反应。

此外,建议财政部、国资委等相关部门联合发布指导性文件,引导国有创投公司适当延长投资期限或者对赌期限,并出台相关细则。例如,可适当延长政策型基金的存续期。对于涉及调解、和解、调整对赌条款或回购条款的情形,有关部门应给予相关指导细则,避免国有创投基金不敢调解、不敢和解的合规压力。

最后,优化创投基金退出路径、完善行业监管,为创投基金提供更多合理的退出途径。建议在二级市场层面适度放开管制,特别是放宽推动尚未盈利企业的并购政策。

增加创投市场六路长钱

中国证券报:2024年以来,耐心资本备受创投市场关注,您如何理解耐心资本?如何理解耐心资本在培育和发展新质生产力过程中发挥的关键作用?

何杰:耐心资本是不注重企业短期回报,更关注企业长期发展的资本。耐心资本的特性和创业投资的特性非常吻合。根据数据统计,在创业板、科创板上市的企业,从成立到上市的平均时间都超过14年,因此,做创业投资必须要有耐心,这是行业客观投资回报周期所决定的。

新质生产力有两大支柱:一是传统产业的升级,二是新兴产业的发展。

传统产业要关注传统产业的数字化转型、企业出海以及并购重组。举个例子,高瓴资本等对上市公司百丽国际进行私有化,并对其进行数字化投后赋能,目前能够做到两双鞋一批次,并且精准检测左右脚数据进行鞋子定制,如今百丽又重新在香港申请上市。

新兴产业的发展、科技企业的发展是一个生态链,即“原始创新+技术攻关+成果转化+科技金融+人才支撑”。在科技金融链条里,一个创新技术在实际发展中要经历实验室成果研发、产品转化、商品落地等多个阶段。其中,“从1到10”的阶段常被称为“死亡之谷”,VC(创业投资机构)在这一阶段能起到很大的帮扶作用;“从10到100”的阶段被称为“达尔文之海”,需要PE(股权投资机构)来助力企业跨越这一阶段;到企业发展后期,可能还需要进行兼并重组。

因此,创业投资是培育和发展新质生产力不可或缺的力量。

中国证券报:一个非常关键的问题,现在创投市场缺长钱吗?有哪些领域的长钱可以更多进入创投市场?

何杰:创投市场很需要更多的长钱。目前,增加行业长钱需要适应新的形势。

别国债,可以划出部分特别国债投入创投领域,用于国家重大技术攻关,以及战略性新兴产业培育。

第二,社保基金大有可为。目前社保基金可以参与一级市场投资,投资比例上限为10%,但目前在3.4%左右。而加拿大养老金投资一级市场的比重有三分之一,美国加州公务员退休基金有15.50%。所以说,我国的社保基金在股权创投领域有很大可为空间。

第三,打破企业年金投资创投市场政策障碍。目前,具备企业年金投资管理资格的主要是基金公司、保险机构,投资创投市场政策限制较大,建议允许部分业绩优秀的头部创投机构管理企业年金,加强对未上市优质企业的培育力度。其次,对受托投资管理机构的考核周期较短,监管机构如何优化考核引导企业年金和职业年金做长线投资,是一个很迫切的任务。

第四,突破地方养老金障碍。在创业投资发达的地区,可试点将部分比例的地方养老金结余委托创投机构管理。

第五,加速保险资金进入创投市场。保险资金正加速进入创投行业,但也面临一些政策堵点需要打通。一方面,降低保险机构“偿二代”体系中直投基金和母基金的风险因子,进一步促进保险资金进入创投行业。另一方面,拉长保险机构投资风投基金的考核周期。受考核周期限制,我国保险机构往往更在意短期业绩波动,偏好现金流稳定的资产。2023年10月,财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险公司长周期考核的通知》,虽然该文件对国有商业保险公司净资产收益率实施三年长周期考核,但这一考核周期相较于创投行业10年以上的基金存续期仍然较短。

第六,鼓励银行理财等市场化资金进入创投行业。建议引导银行理财子公司开发与创投特点相匹配的长期投资产品;降低银行渠道代销创投基金的费用;打造专业化投顾团队,加强

高净值客户对创投行业了解。

需要注意的是,耐心资本、长期资金在加大一级市场投资的过程中,要避免包括国家大基金、央企基金、地方引导基金一哄而上、重复投资等现象,相应的管理办法需要同步跟上。建议相关部门建立起产业发展信息发布机制,搭建公共信息服务平台。

中国证券报:刚刚提到的一些长钱,目前已经在一定程度上参与创业投资,比如银行理财,2024年,金融资产投资公司(AIC)股权投资试点迅速扩大,签约意向基金已经超过2500亿元。来自银行的长钱如何进一步突破限制,进入创投市场?

何杰:第一,目前,五大行成立了金融投资子公司(AIC),股权投资试点扩容至全国18个城市,放宽了两个比例的限制,这是一个非常积极的尝试。但目前,AIC进行股权投资时的风险权重仍然高达400%,尤其在母行并表的时候,其风险权重达到1250%,这对资本的消耗特别快,希望能够进一步放宽相关限制。

第二,AIC目前是由五大行在各地试点,希望AIC试点能够逐步地放宽至民营银行、股份制银行、城商行,可以先通过个别银行进行试点,积累经验。

第三,股权文化和债权文化区别较大。一个“看未来”,一个“看过去”;一个“雪中送炭”,一个“锦上添花”。商业银行形成股权文化还需要一定的时间。我认为,银行资金参与股权投资,应更多以LP(出资人)的形式,而不是直接做GP(基金管理人)。还要注意,在实际投资中,银行资金不能以明股实债的方式进行运作。

当然除了AIC以外,2024年银行资金直接参与创业投资还有一个重大进步,3000多亿元的国家集成电路产业投资基金三期成立,六家国有大型银行出资1140亿元,这是非常具有示范意义的事件。

进一步优化税收政策

中国证券报:鼓励“长钱长投”,需要让长期资金“轻装上阵”。当前,是否有进一步优化税收优惠政策的必要?

何杰:近年来,为鼓励创投投资更好地“投早、投小、投长期、投硬科技”,国家出台了系列税收优惠政策,对创投投资投向符合条件的初创科技型企业,允许其按投资额的一定比例抵扣分红所得,减轻税收负担。

目前,税收优惠政策部分条款的标准和门槛设定仍有不够合理之处,制度设计与实践需求不够匹配,使得优惠政策未充分激励“投早、投小”。比如,按目前政策条款,创投投资的轮次越晚、金额越大,能享受的政策优惠金额更大,政策设计上看似对所有轮次的资金抵扣比例一视同仁,但实际上没有体现对早期投入的风险资金的鼓励,公平性略显不足。

中国证券报:释放长期资金参与创业投资的活力,引导长期资金“投早、投小、投长期”,税收减免方面可以如何做?

何杰:在当前的财政背景下,

对创投实施大面积税收优惠并不现实,但在针对初创企业投资方面的税收政策仍有优化的空间。

第一,实施与初创科技型企业全生命周期相匹配的抵扣制度或阶梯税率。可考虑构建与投资期限反向挂钩的税率机制,让投资期限越长的创投投资承担的税率越低,以此鼓励各类资本“更有耐心”,支持和助力科技企业发展。

第二,优化完善投资额抵扣范围和抵扣时点的相关规定。一是使合伙制创投企业法人投资抵扣范围与公司制创投企业一致,可扩大至合伙人的所有应纳税所得额;二是适当提前合伙制创投企业合伙人和天使投资人投资额抵扣时点。促使相关创投资金“转”起来、“活”起来,提高资金使用效率。

第三,扩大创投企业税收优惠的适用范围。例如,可以将“总资产和收入均不超过5000万元”的条件改为“总资产或收入不超过5000万元”;或者根据智能制造、生物医药、半导体、人工智能等不同科技行业的经营特点,分类设定优惠政策条款。